

五粮液 (000858.SZ)

买入(维持评级)

当前价格: 162元

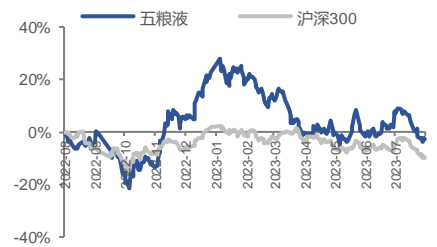
目标价格: 233元

轻装上阵，五粮液量价逻辑再出发

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	3882/3882
总市值/流通市值 (百万元)	627074/627061
每股净资产 (元)	29.98
资产负债率 (%)	19.09
一年内最高/最低 (元)	212.66/130.47

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 刘畅

执业证书编号: S0210523050001

邮箱: lc30103@hfzq.com.cn

分析师 张东雪

执业证书编号: S0210523060001

邮箱: zdx30145@hfzq.com.cn

相关报告

《五粮液(000858.SZ)深度报告:需求场景的最优选择,量价逻辑的持续发力》2023-7-20

► **事件:** 五粮液发布2023年半年度报告, 23H1公司实现营收455.06亿元, 同比增长10.39%; 实现归母净利润170.37亿元, 同比增长12.83%; 实现扣除非经常性损益的净利润169.41亿元, 同比增长12.12%。其中, 23Q2公司实现营收143.68亿元, 同比增长5.07%; 实现归母净利润44.95亿元, 同比增长5.11%, 不及预期。

► **23Q2增速放缓, 上半年主要靠量增驱动增长。** 营收端, 分产品看, 五粮液产品/其他酒产品分别实现营收351.8/67.1亿元, 同比分别增长10.0%/2.7%; 毛利率分别为86.8%/60.7%, 同比分别增长0.4/0.9pct。其中, 五粮液/系列酒销量分别为2.2/7.1万吨, 同比分别增长15.8%/33.7%; 每千升吨价分别为162.9/9.4万元, 同比分下降5%/9%。分渠道看, 经销/直销渠道分别实现营收243.1/175.8亿元, 同比分别增长7%/11%; 毛利率分别为79.5%/86.9%, 同比分别变化1.2/-0.03pct。五粮液方面, 公司一方面加快推进文化酒的开发和销售, 优化产品结构, 一方面通过品鉴会、和美文化节等活动促进产品动销。系列酒方面, 公司聚焦五粮春、五粮醇、五粮特头曲、尖庄大单品, 产品动销大幅提升, 23H1日均开瓶扫码同比保持两位数以上增长。此外, 公司新品尖庄荣光逐步导入市场, 产品结构持续完善。

► **费用端控制较好, 带动净利率提升。** 23H1公司销售/管理/财务/研发费用分别为43.2/17.6/-12.5/1.35亿元, 费用率分别为9.5%/3.9%/0.3%/-2.7%, 同比分别变化-0.7/-0.1/0.1/-0.3pct。其中, 23Q2公司销售/管理/财务/研发费用率分别为15.4%/4.6%/0.41%/-4.4%, 同比分别变化-0.6/-0.2/0.07/-0.9pct, 费用率整体下行。盈利端, 公司23H1毛利率/净利率分别为76.8%/37.4%, 同比分别变化-0.1/0.8pct。其中, 23Q2毛利率/净利率分别为73.3%/31.3%, 同比分别变化-0.7/0.01pct。

► **回款能力较强, 库存持续消化, 23H2轻装上阵。** 23H1公司经营活动产生的现金流量净额为113.3亿元, 同比增长500%, 主要系疫后消费场景复苏, 公司现金回款比例提高, 叠加去年同期受疫情影响, 公司降低现金回款比例, 去年基数较小所致。此外, 23H1公司合同负债36.5亿元, 同比增长94%, 在行业调整期内横向比较蓄水池仍较充足。随着疫情期间积压的社会库存被不断消化, Q3中秋国庆白酒旺季到来, 预计公司下半年量价回弹具有更优空间, 预计年初制定的23年“营业总收入继续保持两位数的稳健增长”目标可超额达成。

► **盈利预测与投资建议:** 受白酒消费复苏不及预期影响, 预计2023-25年归母净利润为301.25/347.72/398.08亿元(前值308.41/356.17/407.56亿元), 参照可比公司, 给予公司2023年30倍PE, 对应目标价233元, 维持买入评级。

► **风险提示:** 白酒商务消费复苏不及预期、普五批价不及预期等。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	66,209	73,969	83,149	94,255	105,708
增长率	16%	12%	12%	13%	12%
净利润(百万元)	23,377	26,691	30,125	34,772	39,808
增长率	17%	14%	13%	15%	14%
EPS(元/股)	6.02	6.88	7.76	8.96	10.26
市盈率(P/E)	27	23	21	18	16
市净率(P/B)	6	5	5	4	3

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	92,358	125,751	162,027	199,661	营业收入	73,969	83,149	94,255	105,708
应收票据及账款	156	177	200	225	营业成本	18,178	20,469	22,934	25,228
预付账款	136	247	276	304	税金及附加	10,749	12,140	13,761	15,433
存货	15,981	17,958	20,121	22,030	销售费用	6,844	7,491	8,397	9,206
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,068	3,268	3,582	3,964
其他流动资产	28,935	12,531	9,465	10,615	研发费用	236	249	283	317
流动资产合计	137,566	156,663	192,089	232,835	财务费用	-2,026	-2,179	-2,876	-3,615
长期股权投资	1,986	1,986	1,986	1,986	信用减值损失	-1	-1	-1	-1
固定资产	5,311	4,884	5,754	9,102	资产减值损失	-26	-16	-16	-16
在建工程	3,771	5,041	7,601	7,601	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	519	546	580	587	投资收益	93	94	94	94
商誉	2	2	2	2	其他收益	187	201	201	201
其他非流动资产	3,561	3,598	3,637	3,669	营业利润	37,174	41,992	48,452	55,453
非流动资产合计	15,149	16,056	19,560	22,946	营业外收入	40	37	37	37
资产合计	152,715	172,719	211,649	255,780	营业外支出	110	151	151	151
短期借款	0	0	0	0	利润总额	37,104	41,878	48,338	55,339
应付票据及账款	8,135	9,237	10,419	11,534	所得税	9,133	10,308	11,898	13,622
预收款项	16	22	25	28	净利润	27,971	31,570	36,440	41,717
合同负债	12,379	14,135	16,023	17,970	少数股东损益	1,280	1,445	1,668	1,909
其他应付款	4,618	4,618	4,618	4,618	归属母公司净利润	26,691	30,125	34,772	39,808
其他流动负债	10,611	10,861	11,221	11,798	EPS (按最新股本摊薄)	6.88	7.76	8.96	10.26
流动负债合计	35,759	38,874	42,307	45,950					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	271	271	271	271					
非流动负债合计	271	271	271	271					
负债合计	36,031	39,145	42,578	46,221					
归属母公司所有者权益	114,025	129,470	163,300	201,879					
少数股东权益	2,659	4,104	5,771	7,680					
所有者权益合计	116,684	133,574	169,071	209,559					
负债和股东权益	152,715	172,719	211,649	255,780					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	24,431	47,217	38,246	39,127
现金收益	26,521	29,904	34,053	38,673
存货影响	-1,966	-1,977	-2,163	-1,910
经营性应收影响	23,854	-116	-37	-36
经营性应付影响	2,826	1,109	1,184	1,119
其他影响	-26,804	18,297	5,209	1,281
投资活动现金流	-1,716	-1,324	-3,904	-3,879
资本支出	-1,369	-1,383	-3,953	-3,925
股权投资	-75	0	0	0
其他长期资产变化	-272	59	49	46
融资活动现金流	-13,105	-12,501	1,934	2,386
借款增加	16	0	0	0
股利及利息支付	-12,681	-987	-1,288	-1,577
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-440	-11,514	3,222	3,963

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	11.7%	12.4%	13.4%	12.2%
EBIT 增长率	14.2%	13.2%	14.5%	13.8%
归母公司净利润增长率	14.2%	12.9%	15.4%	14.5%
获利能力				
毛利率	75.4%	75.4%	75.7%	76.1%
净利率	37.8%	38.0%	38.7%	39.5%
ROE	22.9%	22.6%	20.6%	19.0%
ROIC	31.4%	30.9%	27.7%	25.3%
偿债能力				
资产负债率	23.6%	22.7%	20.1%	18.1%
流动比率	3.8	4.0	4.5	5.1
速动比率	3.4	3.6	4.1	4.6
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4
应收账款周转天数	0	0	0	0
存货周转天数	297	298	299	301
每股指标 (元)				
每股收益	6.88	7.76	8.96	10.26
每股经营现金流	6.29	12.16	9.85	10.08
每股净资产	29.38	33.35	42.07	52.01
估值比率				
P/E	23	21	18	16
P/B	5	5	4	3
EV/EBITDA	29	25	22	20

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn